

새로운 민간투자방식 도입과 재무적 투자자의 기대



황우곤 파인스트리트인프라(주) 대표이사

I. 들어가는 말

우리나라의 경우 민간투자사업은 1994년도에 “사회간접자본시설에대한민자유치촉진법”의 제정을 통해 본격적으로 도입된다. 지난 20여년간 사회기반시설 여러 분야에 약100조원 이상의 자금이 민간투자사업으로 추진되어 실생활의 다양한 분야에서 적기에 시설물을 공급하게 함으로써 국민 삶의 질을 높이는데 큰 역할을 하고 있다. 하지만 지난 20년을 뒤돌아 보면 제도적으로 많은 시행착오를 거치면서 적지 않은 수업료를 지불하였다고도 볼 수 있다. 1997년 IMF 외환위기를 거치면서 정부는 민간자본유치를 보다 신속하게 하여 경제위기를 극복하고자 노력하는 과정에서 정부의 지원책을 과도하게 인정했고, 결과적으로 민간투자사업은 운영기간 중 최소운영수입보장(MRG), 매년 전년도 물가상승률을 반영한 요금인상 등에 의거하여 많은 재정지원금과 높은 사용료라는 결과로 귀결되어 여론의 지탄을 받았다. 이로 인해 2006년 이후 신규 사업에 대해 사실상 MRG제도가 폐지되었으며 민간자본의 참여가 저조하여 적기에 사회기반시설 투자가 이루어지지 못한 측면이 있다.

우리나라 민간투자제도는 그 동안 글로벌 표준모델(Global Standard Model)를 쫓다가 우리나라 풍토에 적합하지 않아서 여러 가지 문제점을 경험하였다고 할 수 있고, 또한 수익형 민자사업(BTO 사업)의 경우 성격이 다른 도로, 철도, 항만, 환경 시설 등 다양한 형태의 사회기반시설들이 존재함에도 불구하고 전편일률적으로 동일한 형태의 민자방식을 적용하다 보니 여러 가지 이슈들이 발생하였다고도 할 수 있다. 민간투자사업이 활성화되기 위해서는 재무적 투자자들의 참여가 활발해야 한다. 최근 민간투자제도의 변화를 재무적 투자자의 관점에서

살펴보고 투자 활성화를 위한 제도적 밑받침이 될 것인지 전망해 본다.

II. 새로운 민간투자방식 도입과 재무적 투자자의 기대

1. 새로운 민간투자방식의 도입 배경

2015년 민간투자사업기본계획 개정사항 중 가장 주목 받는 부분은 새로운 투자위험분담방식의 도입이다. 새로운 민자방식이 출현하게 된 배경은 정부가 경제활성화를 위한 유효수요 확대 정책을 시행하고자 하나, 민자사업 MRG 폐지 이후 민간자본의 투자위축, 민자사업의 매년 요금인상으로 인한 여론악화, 정부의 재정투자 여력 약화 그리고 풍부한 저금리의 민간자금 등이 영향을 미쳤다고 할 수 있다. 제도개선을 통해 저금리의 풍부한 민간자금을 정부가 필요로 하는 시설에 투입할 수만 있다면 정부 입장에서는 수요자 부담원칙에 따라 투자비 회수가 이루어 질 수 있도록 하고 유희 재정을 복지예산에 활용할 수 있는 여력이 생기기 때문에 창의적인 재정운용이 가능한 방안이 될 수 있는 것이다.

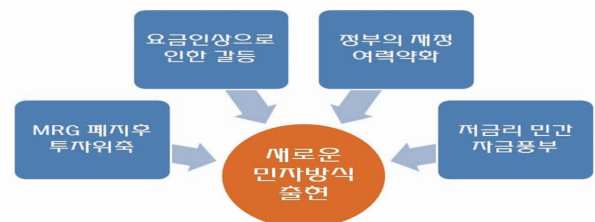


그림 1. 새로운 민간투자방식 출현 배경

2. 손익공유형 민자방식과 위험분담형 민자방식

새로운 투자위험분담방식으로 손익공유형민자방식(BTO_a :

Build-Transfer-Operate_adjusted)과 위험분담형민자방식(BTO_rs : Build-Transfer-Operate_risk sharing)을 도입하였다. BTO_a 방식은 기존의 BTO 방식을 근간으로 하되, BTL 요소를 화학적으로 융합한 방식이라 할 수 있고, BTO_rs 방식은 기존의 BTO 방식을 근간으로 하되 BTL 요소를 물리적으로 결합한 방식이라 할 있다. 따라서 BTO_a 방식은 특성에 있어서 기존 BTL 방식에 보다 근접하고 BTO_rs 방식은 기존 BTO 방식에 보다 근접하다고 할 수 있다.



그림 2. 향후 우리나라 민간투자방식 스펙트럼

BTO_a 방식은 매년 도래하는 ①총민간투자비의 70%에 대한 원리금상환금, ②미상환된 총민간투자비의 30%에 대한 금융기회비용, ③고정운영비의 합계액을 투자위험분담기준금으로 정의하고 실제운영수입이 투자위험분담기준금에 미달할 경우에는 재정지원이 발생하게 되고, 초과할 경우에는 투자위험분담기준금에 포함되지 않은 총민간투자비의 30%에 해당하는 원금상환에 충당하고 그래도 초과 수익이 남는 경우 주무관청과 사업시행자가 70% : 30%으로 분배하는 구조이다.

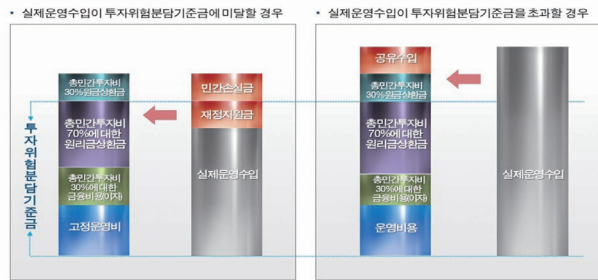


그림 3. BTO_a 방식에서 손실과 수익의 공유구조

BTO_rs 방식은 건설보조금을 제외한 매년 도래하는 총민간투자비와 운영비에 대해서 주무관청의 위험분담비율(50% 수준) 만큼 주무관청 위험분담금으로 정하고 실제운영수입에 위험분담비율을 곱한 금액(주무관청 배분 운영수입)과 비교하여 주무관청 위험분담금이 주무관청 배분 운영수입에 미달하는 경우 재정지원이 이루어 진다. 그 반대로 주무관청 배분 운영수입이 주무관청 위험분담금을 초과하는 경우 그 초과 금액이 주무관청 환수금으로 귀속되는 구조이다. 간단히 설명하면 BTO_rs 방식은 기존 BTO 방식의 수요위험을 주무관청 위험분담비율 만큼 감소시키는 것이다.

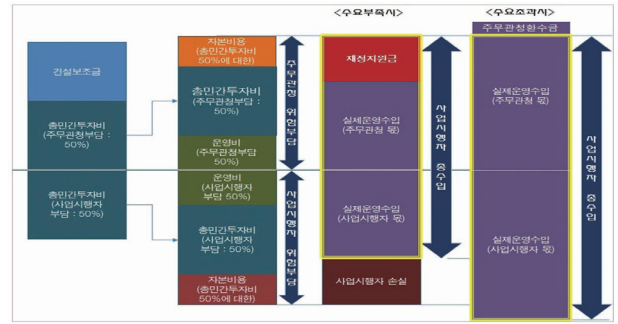


그림 4. BTO_rs 방식에서 손실과 수익의 공유구조

3. 새로운 민간투자방식에 대한 정부의 의도와 재무적 투자자의 기대

새로운 민간투자방식을 통한 민간투자사업의 활성화라는 취지에는 큰 이견은 없으나, 각론으로 들어가서 자세히 들여다 보면 정부의 의도와 민간의 기대는 다소 차이가 있음을 느낄 수 있다. 먼저 기획재정부에서 발표한 민간투자사업 활성화 방안을 살펴보면 기존 BTO 방식과 비교했을 때 BTO_a 방식과 BTO_rs 방식의 주요 특성 다음과 같다.

표 1. 기존 BTO 방식과 BTO_rs 및 BTO_a 방식 특성 비교

구분	기존 BTO 방식	BTO_rs 방식	BTO_a 방식
민간 리스크	높음	중간	낮음
수익률 수준 (경상기준)	7%~8%	5%~6%	4%~5%
요금적용	협약요금+물가상승률	협약요금+물가상승률	공기업 요금과 유사
부도위험	실제수요가 낮을 경우 부도위험이 발생할 수 있음	기존 BTO 방식에서 보다 낮지만, 실제수요가 낮을 경우 부도위험 발생할 수 있음	거의 발생하지 않음
적용가능 사업	도로, 철도, 항만, 환경 사업 등	철도, 경전철 등	기존 도로 지하화 사업, 환경사업 등

(출처 : 기획재정부 보도자료, 2015.4.8)

구분	기존 BTO 방식	BTO_rs 방식	BTO_a 방식
부도위험	실제수요가 낮을 경우 부도위험이 발생할 수 있음	기존 BTO 방식에서 보다 낮지만, 실제수요가 낮을 경우 부도위험 발생할 수 있음	거의 발생하지 않음

상기 특성 비교표에서 재무적 투자자가 가장 의아해 하는 부분은 적용가능사업에서 철도, 경전철 사업을 BTO_rs 방식 그리고 기존 도로 지하화 사업, 환경사업 등을 BTO_a 방식으로 예시한 것이다. 실제로 기존 BTO 방식에서 가장 문제가 많이 발생하고 있는 사업이 철도와 경전철 사업임을 민간투자 분야에 종사하는 사람이라면 누구나 느끼고 있는 사실이다. 그 이유는 과도한 운영비가 소요되고 또한 높은 공공성으로 인하여 낮은 운임료를 적용하고 있으며 무임승차 대상자가 전체 승객의 약 15% 수준을 넘어서고 있고 인구의 노령화로 인해 점진적

으로 증가되고 있기 때문이다. 이러한 상황임에도 불구하고 기존 BTO 방식과 유사한 요금체계를 유지하고 수요가 부족할 경우 부도위험이 상존하는 방식을 적용하여 철도 민간투자사업을 활성화하겠다는 생각은 시장의 기대와 너무나 거리가 먼 이야기로 생각된다. 또한 수요예측이 비교적 쉬운 기존 도로 지하화 사업 및 환경사업 등을 BTO_a 방식으로 예시하였다. 수요예측이 비교적 용이한 사업은 기존 BTO 방식으로도 추진 가능한데 굳이 새로운 방식을 도입하여 민자사업을 추진한다면 민자시장 활성화가 아니라 수익률 인하를 통해 정부의 부담을 줄이기 위한 제도개선으로 밖에 이해되지 않는다. 새로운 민간투자방식은 수요 예측위험이 있더라도 공공성을 유지하면서 반드시 필요한 사업에 적용하여야 할 것이다. 정부가 과거의 MRG로 인한 악몽 때문에 수요예측에 대한 두려움을 가지고 수요예측이 용이한 사업에 제한적으로 적용하고자 한다면 시장참여자들 또한 불신을 갖고 참여를 주저할 수 밖에 없을 것이다.

4. 재무적 투자자 참여 활성화를 통한 민간투자사업 활성화

우리나라 사회기반시설에 대한 민간투자는 투자자로 참여하는 연기금, 공제회, 보험회사의 자금과 대출자로 참여하는 은행, 보험회사의 자금으로 대부분을 이루어 진다. 재무적 투자자들은 직접 출자하는 경우도 있지만 자산운용사가 설정한 펀드에 참여하는 간접투자 형태를 선호하기도 한다. 자산운용사가 설정한 펀드가 맥쿼리한국인프라펀드(MKIF) 처럼 증권거래시장에 상장되어 거래되기도 한다. 인프라펀드가 상장되어 거래된다는 것은 사회기반시설 이용료를 지불하면서 그 시설을 이용하는 이용자가 사회기반시설의 간접적인 주주가 될 수 있고 배당금을 수취할 수 있는 길을 열어 준다 큰 의미가 있으므로 상장 인프라펀드가 보다 활성화되어야 될 것이다.

새로운 민간투자방식에서 재무적 투자자들은 건설단계에서 출자금 중 일부와 후순위대출금, 선순위대출금 중 일부를 혼합하는 방식으로 참여하는 구조를 선호할 것으로 예상된다. 실제 수요가 검증되는 운영단계에서 건설회사 출자지분을 추가 매입할 지를 결정할 것이다. MRG가 존재하는 사업에서 수요 리스크가 크지 않음에도 불구하고 주주수익률 극대화를 위해 고금리의 후순위 대출이자율을 적용하는 행태로 인해 후순위 대출금에 대한 인식이 좋지 않은 것이 현실이나, 실제 수요 리스크가 존재하는 사업에서 후순위 대출금은 위험이 낮은 선순위 대출금과 주주가 부담하는 출자금 사이에서 자본의 보완적 기능을 하는 매우 중요한 역할을 하는 준자본(Mezzanine

Capital)이다. 새로운 민간투자방식에서도 재무적 투자자의 투자수단으로써 매우 중요한 역할을 할 것인 바, 후순위 대출금에 대한 왜곡된 시각을 바로 잡아야 할 것이다.

자본구조	참여기관	시장상황 및 특징
선순위대출금 (75%~70%)	금융기관(은행/보험사)	<ul style="list-style-type: none"> · 위험회피성향 매우 높음 · 사업시행자 귀책사유에 의한 해지시지급금 아예 대출금 결정 : 위험가중치 적용 때문 · 은행, 보험 등 수익성 낮으나 리스크 회피적 성향의 금융기관들이 주로 참여
후순위대출금 (10%~15%)	재무적 투자자 (보안사/공제회/연기금)	
출자금 (15%)	건설회사	

그림 5. 민간투자사업의 자본구조와 참여기관

재무적 투자자들의 활발한 참여에 있어서 제도적 인프라 확충도 중요하지만 더 중요한 것은 제도 운영에 있어서 예측 가능한 신뢰를 쌓는 것이라 생각된다. 지난 20년을 뒤돌아 보면 잦은 제도의 변경을 통한 소급적용 문제, 주무관청의 주주변경 승인권을 활용한 실시협약의 계약 정신의 훼손 등은 민간투자 활성화를 모색하는 이 시점에서 다시 한번 생각해 보아야 될 문제라고 생각된다.

III. 맺음말

민간투자사업의 활성화는 재무적 투자자들의 활발한 참여 없이는 결코 이루어질 수 없다. 초저금리의 현재 금융시장은 정부 입장에서 현명하게 민간의 자금을 활용할 수 있는 매우 유리한 상황이라 할 수 있다. 최근 이루어진 민간투자제도의 변화와 새로운 민간투자방식의 도입은 많은 부분에 있어서 시장 참여자들의 취향(Appetite)을 비교적 많이 담아냈다고 생각된다. 또한 지난 20년간 시행착오를 통해 우리나라 풍토에 적합하면서 나아가 세계시장에서도 통할 수 있는 한국형 민간투자방식의 표준(Korean PPP Standard)를 정립하였다는 측면에서 매우 의미있는 작업이라고 할 수 있고, 나아가서 새로운 민간투자방식이 세계시장에서 독창적인 K-PPP 모형으로 제시될 수 있기를 기대해 본다. 더 이상 민간투자사업이 과거와 같은 시행착오를 겪지 않고 국민들로부터 사랑 받으며 또한 투자자들로부터 매력적인 투자처로 인식되기 위해서 정부가 제도운영에 있어서 보다 시장의 신뢰를 쌓는 것이 무엇보다 중요하다고 생각된다. 그리고 지금이 지속 가능한 민간투자사업으로의 자리매김을 위해서 재무적 투자자를 포함한 시장 참여자들의 보다 적극적인 관심과 참여가 필요한 시점이라 생각된다.

참고문헌

황우곤, SOC건설, 민자사업을 지렛대로 삼아야(이코노미조선 2014.5.)

- 황우곤 E-mail : torry.hwang@pinestreetgrp.com